

## STP 化優先に転じた米国証券決済改革

T+1 決済（約定日翌日決済）の実現に向けて牽引役となっていた米国証券業者協会（Securities Industry Association、以下 SIA）は、2002 年 7 月 18 日に理事会を開き、「STP<sup>1</sup>プログラム」を満場一致で承認した。これにより、2005 年 6 月の T+1 決済移行を目標として推し進められてきた「STP/T+1 プログラム」は棚上げされ、決済期間の短縮については 2004 年に改めて検討されることになった。本稿では、今回の決定内容とその背景、そして STP プログラムの概要を紹介する。

### 1. SIA が下した決断

2002 年 7 月、米国 SIA 理事会は、T+1 決済への移行を少なくとも 2 年先まで棚上することを決定した。これまで、SIA が牽引役となり T+1 決済実現に向けて具体的なプロジェクトが推進されてきたが（図表 1）、当面は STP 化実現に向けての取組みに注力されることとなる。

図表 1 証券決済期間短縮に向けた取組み（概要）

1995年	T+5決済からT+3決済へ移行。
1996年	レビットSEC委員長、SIAカンファレンスにてT+1決済を提唱。
1998年	レビットSEC委員長、2期目続投。任期中(2003年まで)のT+1決済実現を 業界に働きかける。 SIA、T+1委員会発足。
1999年	SIA、ITPC(機関投資家処理委員会)白書公表。 (2001年2月、2002年2月修正版公表、2002年5月最終版公表)
2000年	SIA、T+1ビジネスケース白書公表。 (2004年6月のT+1移行を提言)
2001年	5月、SIA、STP/T+1達成に向けたプログラムのマイルストーン公表。 (21のプロジェクト(17のSIA STP/T+1各委員会及びその他団体)) 6月、SIA、STP/T+1プログラム管理局(PMO)発足。 10月、SIA、T+1移行を2005年6月に延期。
2002年	7月、SIA、STP/T+1プログラムの棚上げを発表。今後2年間はSTPプログラムを推進。

(出所) SIA 資料等より野村総合研究所作成

<sup>1</sup> Straight Through Processing：約定から決済に至るまでの一連の取引処理を、人手を介すことなくシームレスに行うこと。

今回のこの決定は、市場関係者の間ではそれほど大きな衝撃をもって受け止められたわけではない。2002 年に入った頃から市場関係者の中で、T+1 決済への移行が延期もしくは中止されるのでは、との思惑は高まっており、2002 年 5 月には、SIA のエグゼクティブ・バイス・プレジデントであるドナルド・キッテル氏が、T+1 決済への移行時期を含めた費用対効果の再評価を同年 7 月の SIA 理事会で行うと発表<sup>2</sup>してからは、今回の理事会での結論はむしろ予想されたものであった。

SIA の理事会では、今後の目標として 3 つのシナリオが検討された。このうち、ベースケースというのがこれまで予定されていたスケジュール（2004 年に T+1 決済への移行を可能な状態にし、2005 年に実際に T+1 決済へ移行する）であったが、結局、これとは異なる 3 つ目の選択肢が選ばれたわけである（図表 2）。SIA のアレン・モルガン会長は、「これまで STP/T+1 プログラムの目標は、2005 年までに決済期間を現行の T+3 から T+1 へ移行することであった。しかし、今後の 2 年間は、この計画遂行に代わって STP 化 達成を目標とする。」と理事会の検討結果を発表し、2005 年 6 月に T+1 決済へ移行するという当初の目標の棚上げを明らかにした。

ただ、モルガン氏は「現行の T+3 決済から T+1 決済へ完全移行する前に STP 化を達成させる必要がある」「決済期間については、2004 年に再検討したい」と述べており、あくまでも T+1 化が中止になったわけではないことを強調している。

図表 2 理事会で検討された 3 つのシナリオ

ベースケース	2005年にT+1決済へ移行(2004年の段階でT+1決済への移行を可能とし、2005年までの1年間は、定着期間と位置付ける)。
STP/T+3ケース	STP化はすすめるが、T+1決済へは移行しない。
STP/T+1ケース	2004年6月にSTP化を実現する(T+1決済への移行は可能にした状態)で。投資に対して最大限のリターンが得られるようSTP化に注力し、決済期間の短縮については、2004年中旬に改めて再評価する。

(出所) SIA, *STP Program Update* (Oct. 2, 2002) より野村総合研究所作成

## 2. 今回の決定に至った背景

SIA が、これまでの STP/T+1 プログラムを棚上げにし、代わって STP プログラムを承認した背景として、以下のような環境変化が指摘されている。

まず、市場関係者が STP 化を達成し T+1 決済移行を実現するために必要なコストを負担するのが困難になってきたことが挙げられる。2000 年春以降の市況低迷を背景に、米国金融機関の業績は軒並み悪化してきている。今回の決定の発表後にキッテル氏は「ウォール街の大手金融機関は、収入の大幅な落ち込みに伴って 6 万人もの従業員を解雇しており、

<sup>2</sup> SIA オペレーションズ・コンファレンス及び SIA STP/T+1 コンファレンスでの発言。

1999 年から 2000 年にかけてテクノロジー向上に割り当てられた大規模な投資を行えるような余剰資金を現在は持ち合わせていない」と述べている。

つぎに、2001 年 9 月の米国同時多発テロを機に、IT 投資の優先課題が T+1 化から BCP (Business Continuity Plan : 非常時における事業継続プラン) やマネー・ロンダリング防止に係るシステム投資プランへと移行していることがあり、これが T+1 化を推進させるインセンティブを弱めているとも言われている。

さらに、このような対応以外にもアナリスト問題や企業会計の不正問題など、証券会社の前には取組むべき問題が山積している点が指摘できる。これまで、大手証券会社を中心となって T+1 化実現に向けて尽力してきたが、状況が一変したわけである。

このような環境変化の中で、そもそも T+1 化による費用対効果について、本当に投資資金を回収できるのかどうか、疑問視されるようになってきていた。2000 年 7 月に発表されたビジネスケース白書によれば、T+1 化を実現させるためには証券・資産運用業界全体で約 80 億 US ドルの投資が必要だと見積もられており、証券会社はその投資回収に 2.5 年、運用機関は 4.2 年かかると予測されていた。もともと、資産運用会社を中心としてこの予測は正確性を欠いているとの批判はあったが、昨今の環境変化を背景に、この疑念は業界全体で一層高まっていた。

それに加えて、T+1 決済を実現させること自体にも難題があることが指摘されていた。例えばクロスボーダー取引について、時差や外国為替の問題が未解決のまま T+1 決済に対応させるのは困難であると言われている。キッテル氏も「今までの処理を見直すことは、我々の当初の予想よりもはるかに複雑であった。」と述べている。

一方、STP 化については、米国証券市場の競争力を高めるためにも、取引処理コスト削減の観点からも、実現が必要という考えが広く受け入れられていると思われた。今回の SIA の決断は、「STP 化がもたらす経費削減等の利益はともかく、T+1 化の必要性についてコンセンサスを形成するのは難しい」という市場関係者の意見を反映したものとと言える。

なお、SEC (米国証券取引委員会) は、今回の決定に関して正式なコメントを控えているが、SEC 市場規制局のラリー・バーグマン氏によれば、SEC は今後、証券決済システムの向上に関するコンセプト・リリースを発表する予定であるとのことである<sup>3</sup>。

### 3. STP プログラムの概要

SIA が新しく提案した「STP プログラム」の詳細は、2002 年 8 月 27 日に公表された。その中で、STP を証券市場の効率性向上に必要なステップとして位置付け、その効率性追求に向けて、対機関投資家取引の処理の向上、物理的券面からブックエントリー方式への移

<sup>3</sup> ICAA STP/T+1 Conference でのスピーチ (2002 年 9 月 25 日)。

行、コーポレート・アクションに絡む処理の自動化等、STP 化推進のための各プロジェクトとその目標が示されている（図表3）。

また、STP のゴールとして、

- ① 市場参加者間での取引情報の自動化
- ② 約定日における取引照合
- ③ 市場価格と約定価格との乖離が発生するリスク（mark-to-market risk）の削減
- ④ 広範に渡る商品の（取引処理等の）効率化
- ⑤ 機関投資家取引の取引量増加に耐え得る処理システムの構築

などが挙げられた。

図表3 STP プロジェクト及びその暫定的目標

プロジェクト	暫定的目標
照合	約定日に取引照合、プレ・アロケート取引（事前に口座配分されている取引）情報の受取を電子的に行う。（2004年中旬までに）
無券面化/不動化	約定日（午後5時まで）に電子的な口座配分を全て済ませる。
電子的資金決済	小切手をX%削減する。（2004年中旬までに）
コーポレートアクション処理	コーポレート・アクションの電子化。
	コーポレート・アクション・ライアビリティ（権利処理の責務）の変更。
証券貸借リコール処理	電子化されたリコールへ完全移行する。（2003年中旬までに）
レファレンス・データの標準化	共通のメッセージ・プロトコルを整備する。（2004年中旬までに）
	レファレンス・データの標準化を行う。（2004年中旬までに）
引受シンジケート処理	電子的な目論見書の送付を実現する。
	発行日処理（when-issued processing）を向上させる。
外国為替処理	電子的な口座配分やコンファメーションを含む、外国為替処理向上を実現する。（2004年中旬までに）
規則変更	STP化に見合った規則変更を促す（34年法10b-10、NYSE規則387など）。
コミュニケーションと教育	市場参加者や関係者向けに手引書を作成、教育する。
	四半期毎にニュースレターを発信する。
品質確保と移行	継続的な業務品質の確保と移行計画。
証券業者間処理	約定日に取引保証を行うことに必要な要素、施策の分析を完了させる。（2002年末までに）
	全ての取引をロックイン化する。（2002年末までに）
	新CNSシステムを導入する。（2004年1月までに）
	RTTM（Real Time Trade Matching）を導入する。（2004年中旬までに）
決済処理	決済プロセスのSTP化を促進させる。

（注）X%については検討中であり、今後決定されると思われる。

（出所）SIA, STP Program Update（Oct. 2, 2002）等より野村総合研究所作成

このSTPプログラムの内容は、これまでのSTP/T+1プログラムから大きく転換しているわけではない。今までもT+1化実現にはSTP化が不可欠と考えられており、SIAもまずSTP化を実現した上でT+1決済へ移行するという段取りでプロジェクトを推進してきたからである。「STP/T+1プログラム」のマイルストーンと今回の「STPプロジェクト」のそれとを比較しても、期限等が若干変更されているプロジェクトはあるが、全体観としてはさし

が変わらない。STP/T+1 運営委員会以下の各小委員会についても、決済期間短縮に係る目標は外されたものの、STP 化を推進する小委員会として活動を続けている。

ただ、現在のような厳しい環境下において、STP 化の実現自体についても疑問を投げかける者が出てきている。特に規模がそれほど大きくない資産運用会社からは厳しい意見もあり、SIA としても彼らの参加が見込めない限り STP 化の実現は困難であるため、資産運用会社のプログラム参加を促すことが重要だと考えているようである。

#### 4. 資産運用会社の取組み状況

この点に関しては、2002 年 9 月に公表された資産運用会社に係る取引処理について、SIA がアンケート調査を行ったことから窺える。これは、以前から主として資産運用会社が批判していたビジネスケース白書のアップデート版である。

調査に協力した資産運用会社は 9 社<sup>4</sup>であり、T+1 化実現への障害となっている問題点については、VMU<sup>5</sup>やカストディアン、証券会社で T+1 に絡む技術や標準化などが整備されていないなどの「カウンターパーティに関する問題（8 社）」、資産運用会社内で、例えば債券取引処理の自動化や社内のワークフローが対応できていないなどの「資産運用会社内部に関する問題（7 社）」、また、標準化に向けての業界の支援体制が弱いなどの「業界の参加意欲（7 社）」が挙げられ、どの企業も前回の調査と同様の懸念を抱いていることが分かった。

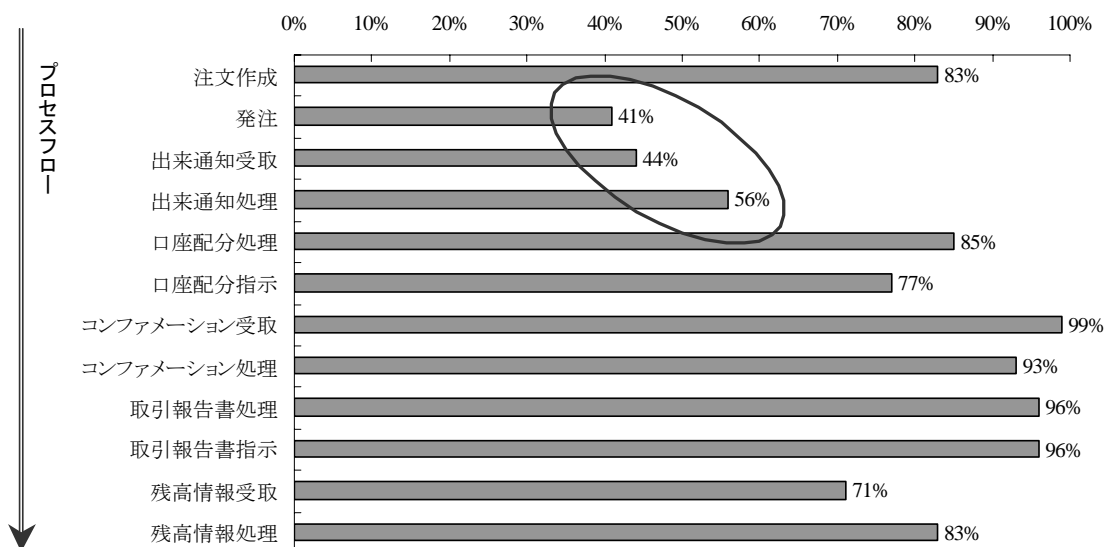
また、資産運用会社内での取引処理や取引相手への指示が、どの程度自動化されているかに関して現状把握の調査もなされたが、株取引と債券取引で自動化の程度に差があることが分かった。株取引では、発注、出来通知の受取及び処理を除いて自動化が進んでいる一方、社債取引に関しては、注文作成から口座配分指示に至るまでの一連の処理が、依然としてマニュアル作業中心となっている、という調査結果が出た（図表 5、6）。

SIA は調査結果の結論部分で、STP プログラムの推進は、資産運用会社にとって有益であるとのコンセンサスは取れているものの、T+1 化に絡む IT 投資はコスト負担となること及び現在の経済状況や優先事項を鑑みると、投資に見合う利益が望めない、と資産運用会社が考えていることを指摘している。

<sup>4</sup> 預り資産が 2,000 億ドル以上の大規模企業が 2 社、500 億ドル以上 2,000 億ドル未満の中規模企業が 3 社、100 億ドル以上 500 億ドル未満の小規模企業が 4 社となっている。なお、株式のみを扱っている企業が 2 社、債券のみが 1 社、株式と債券両方を扱っている企業が 6 社である。

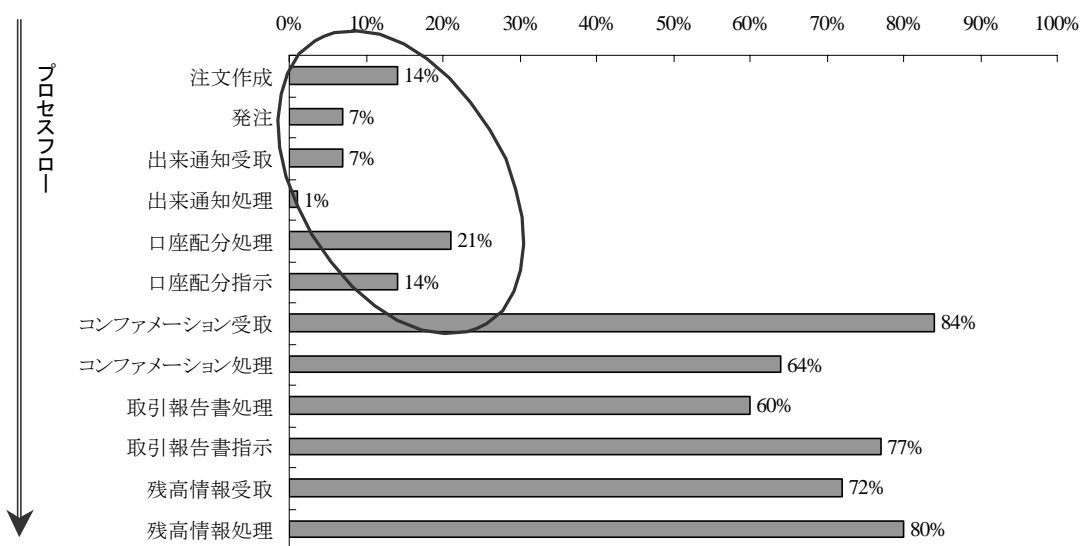
<sup>5</sup> Virtual Matching Utility（中央取引照合システム）に関しては、小橋亜由美「証券決済改革に挑む米国証券会社の課題と対応」『資本市場クォーターリー』2002 年春号を参照。

図表 5 取引処理の各段階に見る資産運用会社の自動化レベル（株式）



(出所) SIA, STP/T+1 Business Case Update Results – Asset Managers より野村総合研究所作成

図表 6 取引処理の各段階に見る資産運用会社の自動化レベル（社債）



(出所) SIA, STP/T+1 Business Case Update Results – Asset Managers より野村総合研究所作成

但し注意すべきは、この調査に参加したのは、主に SIA の T+1 バイサイド小委員会に名を連ねていた企業であり、STP 化そして T+1 決済移行に向けてこれまで積極的に活動を行ってきた企業であると推測できる。また、これら企業は、その他の資産運用機関よりも比較的自動化が進んでいる可能性もある。米国内には資産運用会社が約 7,600 社、そのうち預り資産が 100 億ドル未満の資産運用会社が 6,600 社以上存在すると言われている<sup>6</sup>。これまでの STP/T+1 プログラムでは、多大な IT 投資に困難を覚えるであろう彼らの存在に十分注意が払われてこなかったとの批判もある。今回の STP プログラムに関しても、SEC による強制措置でもなければ、これら資産運用会社の参加は得られないのではないかとの声もある。STP プログラム推進には、この点が大きな課題となっていこう。

(小橋 亜由美)

---

<sup>6</sup> SIA 資料による。